

# 中国神华 (601088.SH)

## 业绩稳健 价值凸显

**事件:** 公司发布 2019 年半年度业绩报告。2019 年上半年, 公司实现营业收入 1163.7 亿元, 同比下降 8.6%, 实现归母净利 242.4 亿元, 同比增长 5.5%。

**公司业绩一如既往保持稳健。** 2019 年上半年, 公司实现营业收入 1163.7 亿元, 同比下降 8.6%, 主因 (1) 与国电电力组建合资公司导致发电量下滑 40.2%; (2) 外购煤煤源不足导致销量下滑 3.6%; (3) 煤炭销售均价下滑 2.8%。实现归母净利 242.2 亿元, 同比增长 5.5%, 主因上半年公司与国电组建合资公司完成交割确认相关投资收益 11.2 亿元。实现扣非后归母净利 226.8 亿元, 同比下降 1.5%, 符合预期。

➢ **分季度来看,** 公司 Q2 单季实现营业收入 593.5 亿元, 同比下降 7.8%, 环比增长 4.1%; 实现归母净利 116.6 亿元, 同比增长 2.8%, 环比下降 7.4%; 实现扣非归母净利 113.4 亿元, 同比、环比基本持平;

➢ **分板块来看,** 公司煤炭 (57%降至 55%)、发电 (14%降至 13%) 分部经营收益占比下降, 运输分部 (28%升至 31%) 经营收益占比上升。

**煤炭分部: 量价齐跌, 盈利稍有下滑。** 受营业收入下降、运输成本增长、陕西榆林资源税上调以及管理费用增长影响, 公司上半年煤炭分部实现经营收益 193.4 亿元, 同比下降 10.7%。

➢ **收入** 936.4 亿元, 同比下降 6.4%, 主因 (1) 销量下滑: 上半年实现煤炭销量 217.1 百万吨, 同比下降 3.6%, 其中外购煤销量 75 百万吨, 同比下降 6%; (2) 售价下降: 上半年公司平均煤炭销售价格 420 元/吨, 同比下降 2.8%。

➢ **成本** 666.3 亿元, 同比下降 6.4%, 主因 (1) 外购煤量及采购价格下降 (349 元/吨降至 321 元/吨); (2) 自产煤生产成本下降 (113.4 元/吨降至 110.9 元/吨)。

**发电分部: 近半机组出表, 发电/售电量大幅下滑。** 公司与国电电力组建合资公司于 1 月 31 日完成交割 (30530MW 机组出表, 占公司总装机容量容量的 49.3%), 导致经营收益下滑 13.4%至 46.7 亿元, 但受电价上涨影响, 发电分部毛利率较去年同期提升 5.1 个百分点至 25.9%。

➢ **发电/售电:** 公司上半年实现发电量 79.9 十亿千瓦时, 同比下降 40.2%; 实现总售电量 74.96 十亿千瓦时, 同比下降 40.2%;

➢ **电价/成本:** 电价方面, 公司上半年平均售电价格 330 元/兆瓦时, 同比上升 5.8%, 其中燃煤机组发电平均售价 323 元/兆瓦时, 同比上升 5.2%; 成本方面, 公司上半年平均售电成本 258.5 元/兆瓦时, 同比微增 0.8%。

➢ **营收/成本:** 公司发电分部实现收入 262.2 亿元, 同比下降 35.7%; 营业成本 194.3 亿元, 同比下降 39.8%。

**运输分部: 铁路运量迭创新高, 整体盈利持续向好。** 2019 年上半年, 公司运输分部共实现营业收入 247.1 亿元, 同比增长 2.3%, 实现毛利 145.5 亿元, 同比增长 2.6%, 毛利率较去年同期提升 0.2 个百分点至 58.9%。

➢ **铁路:** 公司上半年自有铁路运输周转量 142.9 十亿吨公里, 同比增长 3.1%, 其中为外部客户提供铁路运输服务的周转量 15.9 十亿吨公里, 同比增长 8.9%;

➢ **港口:** 公司上半年通过自有港口下水量 112.8 百万吨, 同比微降 1.7%, 其中通过黄骅港下水 91.7 百万吨, 通过天津港下水 21.1 百万吨;

➢ **航运:** 公司上半年航运货运量实现 54.8 百万吨, 同比增长 6.2%, 航运用周转量 44.7 十亿吨海里, 同比下降 0.9%。

**业绩底部明确, 安全边际极高。** 我们对公司业绩进行弹性测算, 认为在极度悲观情形下, 公司归母净利仍将维持在 400 亿左右, 业绩底部明确, 安全边际极高。

➢ 一方面, 当现货价格跌至 500 元/吨时, 公司自产煤部分或导致归母净利下降 32 亿元;

➢ 一方面, 由于煤价下跌过程中, 坑口跌幅小于港口现货, 从而导致贸易煤毛利下降, 在悲观情形下, 贸易煤部分会导致公司归母净利下降 20 亿元。

**盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2019 年~2021 年实现归母净利 430.3 亿元、424.8 亿元、435.6 亿元, EPS 分别为 2.16 元、2.14 元、2.19 元, 对应 PE 分别为 8.6、8.7、8.5。我们认为公司在煤炭、电力、铁路、港口等领域皆为行业翘楚, 具有极强的竞争力。受益于公司“煤电化路港航”全产业链的协同效应和纵向一体化优势, 使其即使在煤价下行周期中, 业绩底部依然明确, 抵御风险能力极强。同时考虑到公司充裕的现金流、低负债、低资本开支、低估值、高而稳定的分红比例, 在当前市场环境不确定性剧增的背景下, 公司防御属性凸显, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 煤价断崖式下跌, 长协基准价下调, 上网电价下调, 公司发生安全事故。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	248,746	264,101	230,863	231,957	234,403
增长率 yoy (%)	35.8	6.2	-12.6	0.5	1.1
归母净利润 (百万元)	45,037	43,867	43,034	42,482	43,559
增长率 yoy (%)	98.3	-2.6	-1.9	-1.3	2.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.26	2.21	2.16	2.14	2.19
净资产收益率 (%)	14.4	13.4	11.7	10.7	10.3
P/E (倍)	8.2	8.4	8.6	8.7	8.5
P/B (倍)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

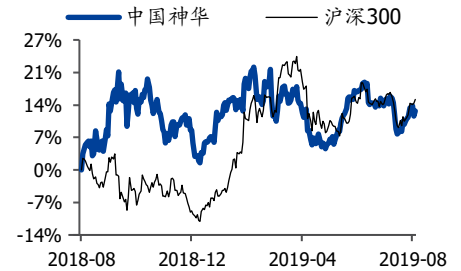
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
最新收盘价	18.78
总市值(百万元)	373,527.07
总股本(百万股)	19,889.62
其中自由流通股(%)	82.91
30 日日均成交量(百万股)	6.45

#### 股价走势



#### 作者

分析师 丁婧婷

执业证书编号: S0680512050001

邮箱: dingtingting@gszq.com

研究助理 张津铭

邮箱: zhangjinming@gszq.com

#### 相关研究

1、《中国神华 (601088.SH): 具备长期投资价值的核心硬资产》2019-08-24



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	132,644	233,296	230,274	255,289	280,673
现金	81,090	72,205	54,599	72,007	80,699
应收账款	13,319	8,488	10,575	8,578	10,777
其他应收款	2,736	0	2,392	11	2,417
预付账款	2,373	2,589	3,183	2,616	3,244
存货	11,647	9,967	8,607	10,002	8,718
其他流动资产	21,479	140,047	150,920	162,075	174,818
<b>非流动资产</b>	434,480	353,943	385,076	383,118	378,943
长期投资	9,449	9,983	40,516	42,064	43,612
固定投资	309,218	237,227	242,013	244,355	244,385
无形资产	38,255	36,463	35,140	32,981	30,704
其他非流动资产	77,558	70,270	67,407	63,717	60,243
<b>资产总计</b>	567,124	587,239	615,351	638,407	659,616
<b>流动负债</b>	115,905	123,381	128,375	129,993	128,688
短期借款	9,493	2,000	2,000	2,000	2,000
应付账款	31,588	25,579	23,548	25,670	23,842
其他流动负债	74,824	95,802	102,828	102,323	102,846
<b>非流动负债</b>	76,592	59,408	48,797	37,463	25,774
长期借款	70,806	53,588	42,977	31,643	19,954
其他非流动负债	5,786	5,820	5,820	5,820	5,820
<b>负债合计</b>	192,497	182,789	177,172	167,456	154,462
少数股东权益	73,140	76,687	84,884	92,976	101,273
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
资本公积	74,730	74,720	74,720	74,720	74,720
留存收益	193,840	218,646	249,385	279,729	310,843
归属母公司股东收益	301,487	327,763	353,294	377,975	403,881
<b>负债和股东权益</b>	567,124	587,239	615,351	638,407	659,616

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	95,152	88,248	53,584	65,223	55,440
净利润	54,050	54,041	51,231	50,574	51,855
折旧摊销	24,625	23,584	18,536	19,834	21,118
财务费用	3,457	4,086	2,363	2,191	1,858
投资损失	-1,321	-593	-2,669	-1,548	-1,548
营运资金变动	7,943	1,935	-15,758	-5,989	-17,997
其他经营现金流	6,398	5,195	-119	160	152
<b>投资活动净现金流</b>	13,363	-53,056	-47,229	-16,488	-15,548
资本支出	20,268	20,935	771	-3,344	-5,569
长期投资	30,067	-33,603	-30,533	-1,273	-1,548
其他投资现金流	63,698	-65,724	-76,991	-21,105	-22,664
<b>筹资活动净现金流</b>	-77,621	-44,715	-23,961	-31,327	-31,200
短期借款	5,109	-7,493	0	0	0
长期借款	-2,972	-17,218	-10,611	-11,334	-11,689
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-79,759	-19,994	-13,350	-19,993	-19,511
<b>现金净增加额</b>	30,684	-9,474	-17,606	17,408	8,692

**利润表 (百万元)**

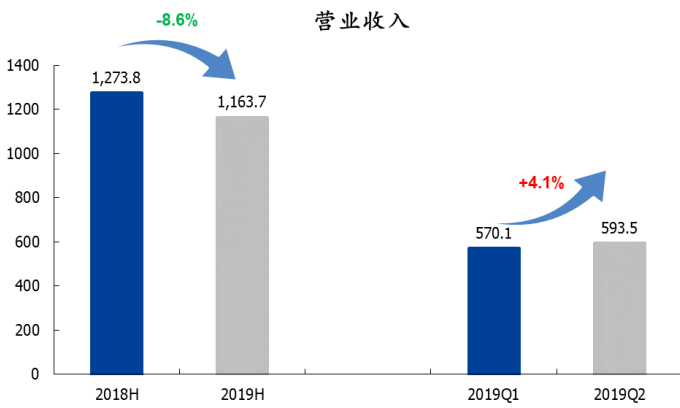
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	248,746	264,101	230,863	231,957	234,403
营业成本	143,842	155,502	133,631	133,879	134,679
营业税金及附加	9,640	10,053	9,004	9,046	9,142
营业费用	612	725	762	765	774
管理费用	19,394	19,879	19,623	19,716	19,924
财务费用	3,457	4,086	2,363	2,191	1,858
资产减值损失	2,719	1,042	1,154	1,160	1,172
公允价值变动收益	-19	22	290	2	2
投资净收益	1,321	593	2,669	1,548	1,548
<b>营业利润</b>	71,102	73,146	67,285	66,748	68,404
营业外收入	493	427	460	444	452
营业外支出	1,262	3,504	1,200	1,500	1,500
<b>利润总额</b>	70,333	70,069	66,545	65,692	67,356
所得税	16,283	16,028	15,314	15,118	15,501
<b>净利润</b>	54,050	54,041	51,231	50,574	51,855
少数股东收益	9,013	10,174	8,197	8,092	8,297
<b>归属母公司净利润</b>	45,037	43,867	43,034	42,482	43,559
EBITDA	96,464	94,153	85,135	85,166	87,285
EPS (元/股)	2.26	2.21	2.16	2.14	2.19

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	35.8	6.2	-12.6	0.5	1.1
营业利润 (%)	80.8	2.9	-8.0	-0.8	2.5
归属母公司净利润 (%)	98.3	-2.6	-1.9	-1.3	2.5
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	42.2	41.1	42.1	42.3	42.5
净利率 (%)	18.1	16.6	18.6	18.3	18.6
ROE (%)	14.4	13.4	11.7	10.7	10.3
ROIC (%)	13.8	14.0	12.5	11.9	11.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	33.9	31.1	28.8	26.2	23.4
净负债比率 (%)	3.8	-3.1	0.3	-5.9	-9.5
流动比率	1.1	1.9	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.0	1.8	1.7	1.9	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.46	0.38	0.37	0.36
应收账款周转率	16.9	24.2	24.2	24.2	24.2
应付账款周转率	4.5	5.4	5.4	5.4	5.4
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.26	2.21	2.16	2.14	2.19
每股经营现金流 (最新摊薄)	6.22	1.51	2.69	3.28	2.79
每股净资产 (最新摊薄)	15.16	16.48	17.76	19.00	20.31
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	8.2	8.4	8.6	8.7	8.5
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.8	4.3	5.0	4.7	4.5

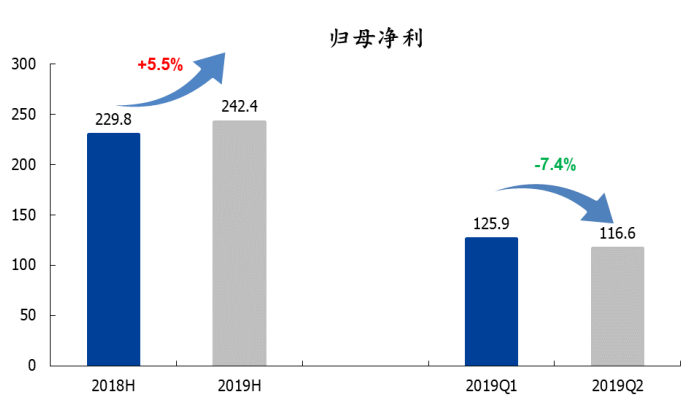
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司营业收入 (亿元)



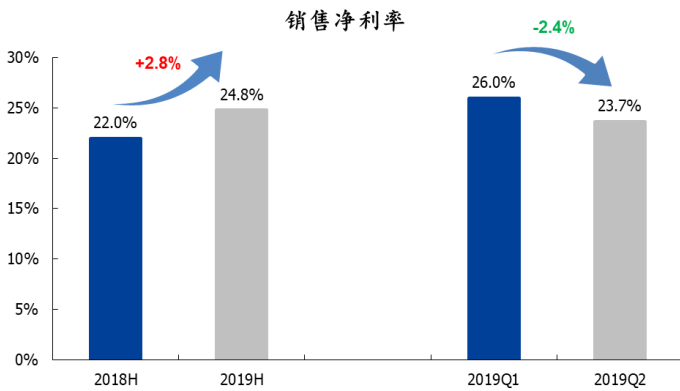
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司归母净利润 (亿元)



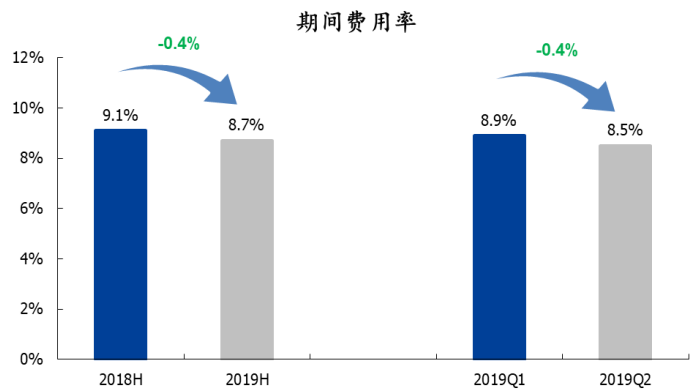
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司销售净利率



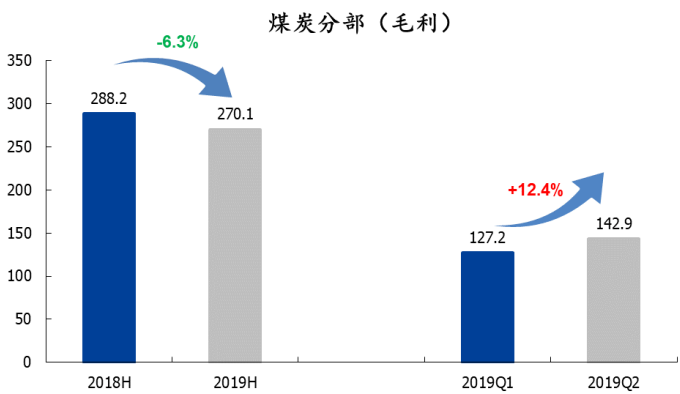
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司期间费用率



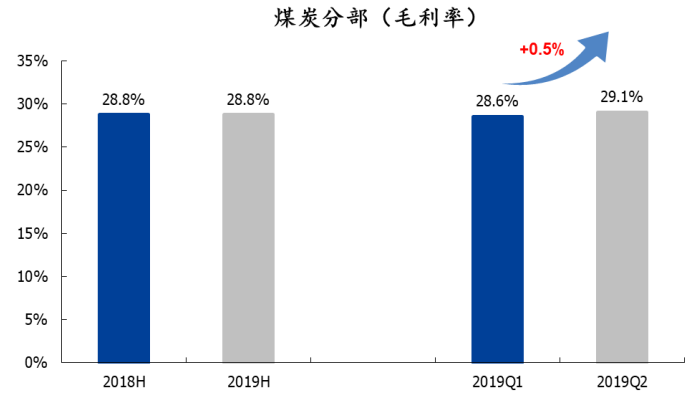
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 公司煤炭分部毛利 (亿元)



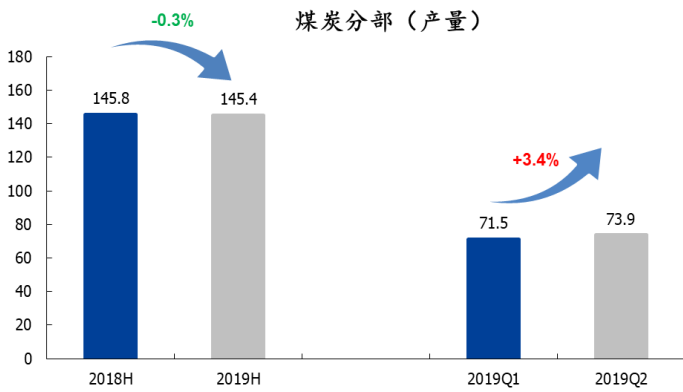
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司煤炭分部毛利率



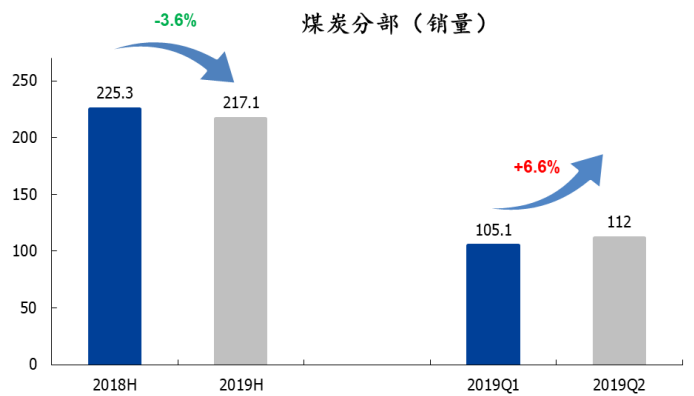
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司煤炭分部产量 (百万吨)



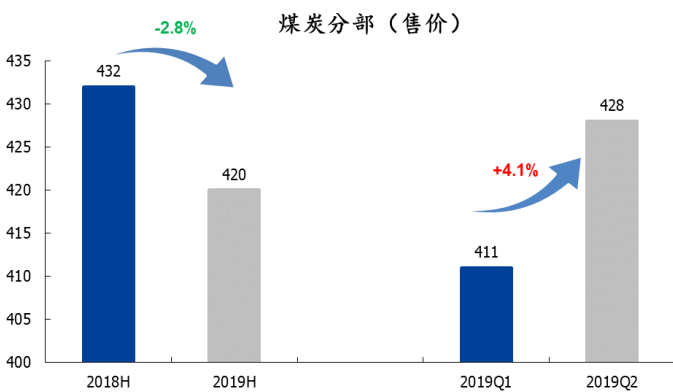
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 公司煤炭分部销量 (百万吨)



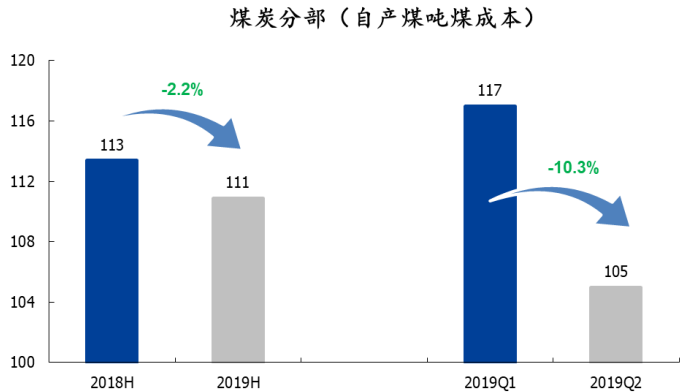
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司煤炭分部吨煤平均售价 (元/吨)



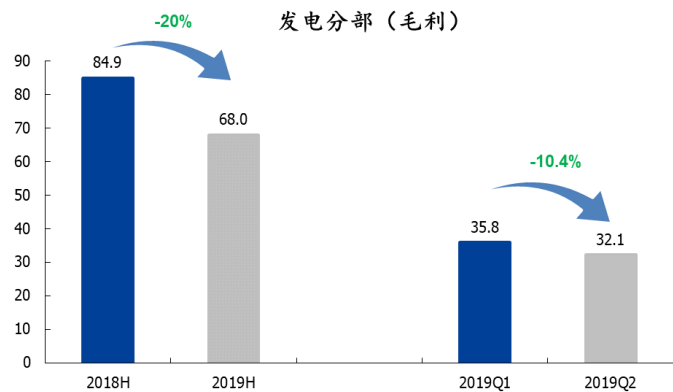
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司煤炭分部自产煤吨煤成本 (元/吨)



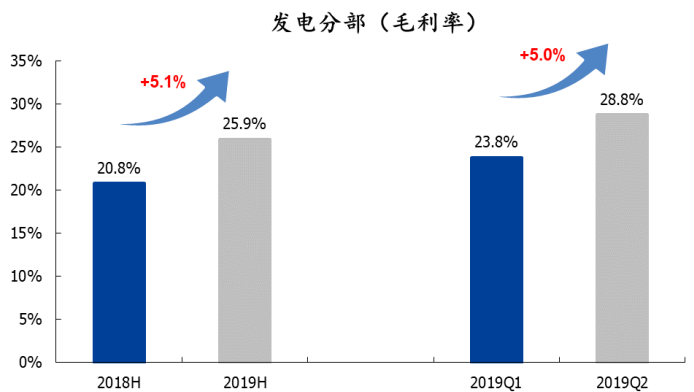
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司发电分部毛利 (亿元)



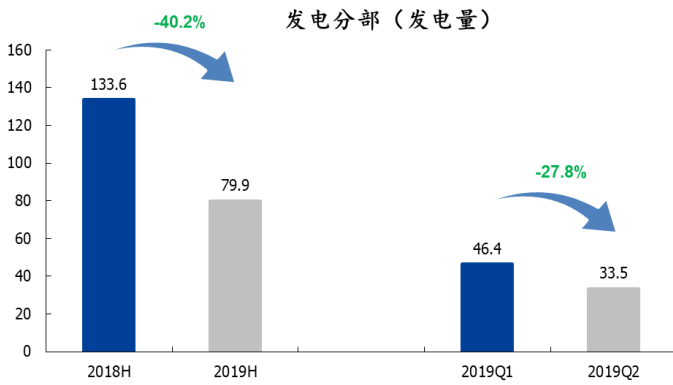
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司发电分部毛利率



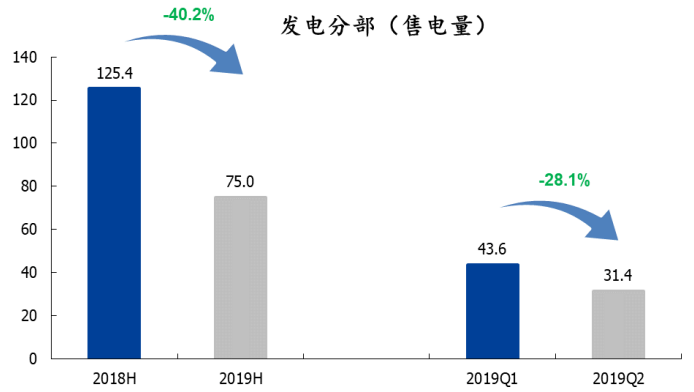
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 公司发电分部发电量 (十亿千瓦时)



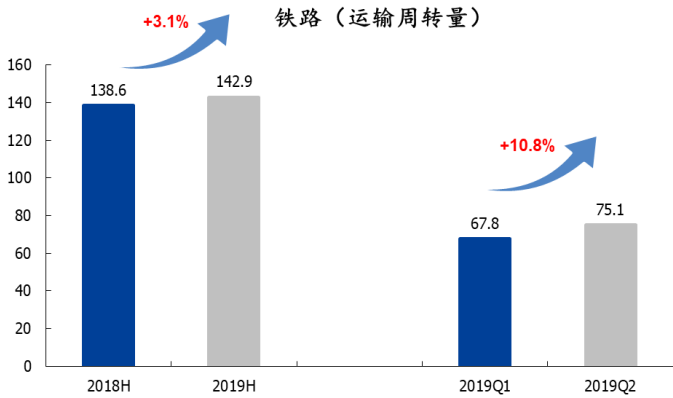
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 公司发电分部售电量 (十亿千瓦时)



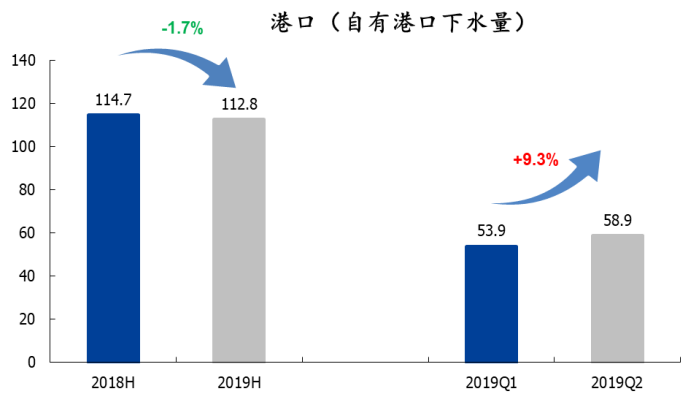
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 公司铁路分部运输周转量 (十亿吨公里)



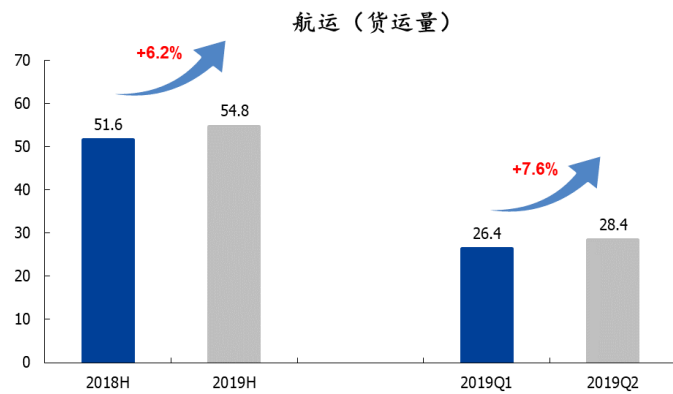
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司港口分部自有港口下水量 (百万吨)



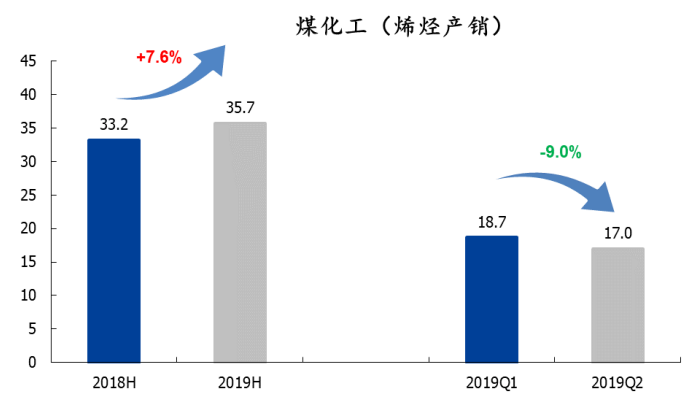
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 公司航运分部货运量 (百万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 公司煤化工分部烯烃产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com